

## 中国資産証券化市場の新展開※

篠田 優

### はじめに

中国において、資産証券化が活発化している。資産証券化は、1980年代以降にアメリカで行われるようになり、その後はイギリスや一部の大陸ヨーロッパ諸国、そして日本などアジア諸国でも行われるようになった。現在は、多くの国において金融機関が企業向け貸出債権、住宅ローン債権、商業用不動産ローン債権、自動車ローン債権、無担保ローン債権などを証券化している。また事業そのものを証券化する事業証券化なども行われている。

資産証券化は、主に資金調達、金利リスクや信用リスクの分散、などの目的で行われるものである。すなわち、貸出債権を証券化して投資家に売却すれば金融機関は新たな貸出原資を獲得することが出来るという点では資金調達手段になり、短期のリテール資金を原資に長期の住宅ローンなどとして貸し出す場合には金利変動による預貸利鞘の逆転（逆鞘）を証券化により回避することができ、また貸出先に信用リスクが生じた場合には債権を証券化して投資家に販売できればリスクを回避することができる。

しかし、リスク回避という点で言えば、貸出を行った金融機関はリスクを他に移転できるもののリスクは消滅するわけではない。そのため、これらのリスクが実際に顕在化した時には、証券化商品を保有していた投資家に損失が発生する事態は現実化する。また、これを大量に保有する投資家（主に機関投資家）に大きな損失が生じることもあり、世界的な金融危機（システムミックリスク）に波及したリーマンショックはその典型であった。

また、証券化を、資金調達手段やリスク回避手段という枠を超え、“Originate to Distribute”と呼ばれるようビジネスモデルに利用した金融機関もあり、これはリスクを回避するどころか、ハイリスクな貸出を可能とする金融技術（錬金術）となって信用膨張とリスク拡散を進めた側面もあった。リーマンショック以降、証券化に関する規制監督体制が強まったが、これは金融危機の再発を防ぐ為には重要なことであった。

ところで、中国でも2000年代に入り資産証券化が活発化した。特に2014年以降の発行額の増加は顕著である。また2016年末時点では約800件の証券化が行われ、その金額も1.5兆元（2016年末時点の為替レートで26兆円）となっている。中国における資産証券化の特徴は、先

---

※ 本稿は、石井記念証券研究振興財団から受けた助成金をもとに行われた調査研究の結果である。ここに記し、深く感謝申し上げたい。

進諸国の資産証券化とは異なり不良債権の証券化が政策的に行われていることである。中国では、国有企業を中心に企業部門の不良債権額がリーマンショック以降に大規模化しており、この問題の解決方法として、負債の株式化とともに資産証券化を行っているのである。この不良債権証券化と不良債権証券化は、1990年代から2000年代初頭の日本においても、バブル期に累積した不良債権を処理するために行われた方法である。日本もこれにより不良債権処理が進んだ事実もあり、中国はこれを学び導入したと考えられる。

そこで、本稿では中国における資産証券化市場の歴史的展開の整理からはじめ、その後、中国における資産証券化の具体的なスキームや流通市場などについて検討する。そして、中国経済が抱える膨大な不良債権を処理するための方策として、資産証券化が利用されている点についても、その実態の把握とともに検討したい。

## 第1章 中国における資産証券化市場の展開

中国の資産証券化は、政府が主導しているという点が特徴のひとつに挙げられる<sup>1)</sup>。中国の資産証券化は、大きくは貸出資産証券化 (Collateralized Loan Obligations, 以下 CLO) と企業資産証券化 (Asset Backed Securities, 以下 ABS) に分けられる (図表1)。CLOは中央銀行である中国人民銀行 (People's Bank of China, 以下 PBOC) と、中国銀行業監督管理委員会 (以下、銀监会) が、ABSは中国证券监督管理委员会 (以下、証监会) が監督している。ただし PBOC は、先進諸国の中央銀行制度のような政府からの独立的な地位は与えられていないため、実質的に中国の証券化市場と仕組みは完全に政府の監督下にある。

中国におけるこれらの資産証券化について、その市場の進展を時期と内容で分類するならば3期に分けられ現在が3期目であると言える。それぞれの時期について確認していく。

第1期と言えるのは2005年から2008年の時期である (試行期)。この時期は、周知の通りリーマンショック前であり、アメリカやヨーロッパを中心とする世界の多くの金融機関が資金調達手段として積極的に証券化を行っていた時期である。この時期は、PBOC、銀监会、証监会が中心となり根拠法の整備を進めた。

---

1) 政府主導という点ではアメリカも同様であるが、アメリカは政府による証券化とは別に、民間金融機関等による証券化も活発である。一方で、中国は政府の強い関与と管理のもとで民間金融機関が証券化を行っている。この差異は、経済体制の違いから生じるものであると考えられる。

図表 1 中国資産証券化市場の展開

	根拠法など	
	貸出資産証券化（CLO） …人民銀行、銀監会	企業資産証券化（ABS） …証監会
2005 年 – 2008 年 試行期	『貸出資産証券化試験管理弁法』等	『証券会社顧客資産管理業務試行弁法』等
2009 年 – 2011 年 停滞期	リーマンショックにより証券化は停止	
2012 年 – 2014 年 再開期	『貸出資産証券化試験の更なる拡大に関する通知』等	『証券会社資産証券化業務管理規定』等
2014 年 – 至現在 拡大期	『貸出資産証券化備案登記手順に関する通知』等	『証券会社及び基金管理公司子会社資産証券化業務管理規定』等

出所) 段 (2001), 中国銀監会及び証監会の資料から筆者まとめ

具体的には、貸出資産証券化試験管理弁法や証券会社顧客資産管理業務試行弁法などが立法化された。ただし、両法律には「試験」という言葉が入っている点からも分かるように、両法律とも中国において資産証券化を試験的に実施するための法律である。とは言え、段 (2017) によれば試験的にではあってもこれらの法律を根拠として 2005 年から 2008 年までの間に 26 件の証券化が行われたとされており、初期段階としては少なくない件数であると言える。

第 2 期と言えるのは、2012 年から 2014 年の時期（再開期）である。この時期の前数年は、リーマンショックの影響もあって世界的な金融市場の混乱が生じており、新規発行が停止されるなど資産証券化市場は停止状態となっていた。ただし、詳細は後述するが、リーマンショック前までに中国で組成されていた証券化商品は、社会主義資本経済を標榜する共産党政府の指導下で運営される中国資本市場の特殊性から、主に中国国内の投資家に売却されていたと考えられる。そのため、これが証券化商品の国際マーケットに与えた影響は全く無いと推察される。しかしながら、サブプライムローン問題とサブプライムローンを組み込んだ証券化商品への懐疑心が急速に高まっていた 2006 年から 2008 年においては、中国政府も証券化商品市場の状況を、これを続けるのか取り止めるのかも含め観察し、初めて露呈されるリスクを収集し分析していたと考えられる。

いずれにしても、そのような停滞期の後、資産証券化は試験的な位置づけで再び進められるようになった。具体的には、証監会は ABS の発行を 2011 年 9 月に、銀監会は CLO の発行を 2012 年 5 月に認めた。そして、この時期は 105 件の証券化が行われ、その発行額は 3,677 億元であったとされている（段 (2017)）。

そして、第 3 期目と言えるのは、上記のように証監会と銀監会の発行再開後のことであった（拡大期）。この時期には銀監会は「貸出資産証券化試験のさらなる拡大に関する通知」を、証監会は「証券会社資産証券化業務管理規定」を発表するなど、資産証券化市場の拡大方針とと

もに業務管理とその手続きに関する法律の整備も進めた。その結果、2014年から2015年にかけて発行された証券化商品は、総額で9,000億元となり、2016年はそれを上回る額が発行された<sup>2)</sup>。

なお、この時期に急速な発行額の拡大がみられた要因として大きいのは、証券化案件の認可制を届け出制に変更したことであると考えられる。すなわち、それ以前までのように証券化案件を対象監督者が審査するのではなく、一定基準を満たしていれば発行を可能としたことで、逆に言えば証券化不適格企業資産の基準が制定されたことで、計画段階での時間的コストが短縮され発行に積極化した金融機関が増加したと考えられる。実際、2014年から2016年末の段階で、証券化商品発行額は1兆4,345億元、件数で言えば793件の発行が行われた<sup>3)</sup>。

ただし、詳しくは後述するが、最近の中国における資産証券化の拡大は、不良債権処理との関連で見るとべき点も多い。すなわち、最近になり問題化しつつある国有企業向け融資を中心とする貸出債権の不良債権化の対応策として、不良債権を株式化したり証券化したりしている例が急増している。現時点では、中国で発行された不良債権を原資産とする証券化商品が中国外の投資家に売却されているという事例はあまりみられていない。しかしながら、資産証券化が不良債権の“飛ばし”に利用されるケースが目立つようであれば、今後のリスク拡大の要因となるため避けなければならないだろう。

## 第2章 中国資産証券化の概要

### 第1節 証券化種類の概要

現在の中国証券化市場の概要について、PBOC、銀監会、証監会、中田（2016）、藤田（2014）、段（2017）等を参考に確認する（図表2）。中国で行われている証券化の種類としては、CLOとABSが主流であることは以前と変わらない<sup>4)</sup>。監督者についても、CLOの監督はPBOCと銀監会、ABSの監督は証監会という点は以前と同様である。また、それぞれ根拠法のもとに発行される。法律は頻繁に修正が加えられるため内容や細部は以前と異なる部分も多いが、CLOは貸出資産証券化試験管理法、ABSは証券会社及び基金管理公司会社資産証券化業務管理規定と、これも以前と同様となっている。

次に、実際に証券化を行う（証券化商品を発行する）主体（オリジネーター）についてみると、CLOは銀行が中心であるものの、不良債権処理を目的とした政府機関である不良債権管理

---

2) 宋（2016）2-3頁。

3) 段（2017）4頁。

4) 2012年8月に「銀行間債券市場における非金融企業の資産担保ガイドライン」が発表され資産担保手形の発行も可能となった。ただし、これについては発行額が多くはなく、したがって市場と呼べるほどの規模にはない。

図表 2 中国証券化の概要

	貸出債権証券化（CLO）	企業資産債権証券化（ABS）
監督機関	中国人民銀行、中国銀行業監督委員会（銀監会）	中国証券監督委員会（証監会）
根拠法	貸出資産証券化試験管理法	証券会社および基金管理公司子会社資産証券化業務管理規定
オリジネーター	銀行、ノンバンク、不良資産管理会社、金融リース会社、等	事業会社、ノンバンク、リース会社、等
原資産	貸出債権、住宅ローン、自動車ローン、カードローン、リース債権、等	売掛け債権、リース債権、信託受益権
SPV	銀監会主管設立の特別目的信託	証券会社、資産運用会社子会社の SPV
投資家	機関投資家	機関投資家、銀行理財、適格投資家
発行・取引所	銀行間債権市場	証券取引所（上海・深圳）、証券会社店頭市場
その他	届出制（中銀に登録、銀監会に届出）、2社の格付け必要	届出制（中国投信業協会）、格付け不要
格付け	必須	必須ではない（自発的取得が多い）

出所）段（2017）、中国人民銀行、証監会、銀監会、等の資料より筆者作成

会社や、またノンバンクも発行している。一方で、ABSは不動産会社をはじめとする事業会社やリース会社、としてノンバンクなどが発行体となっている。

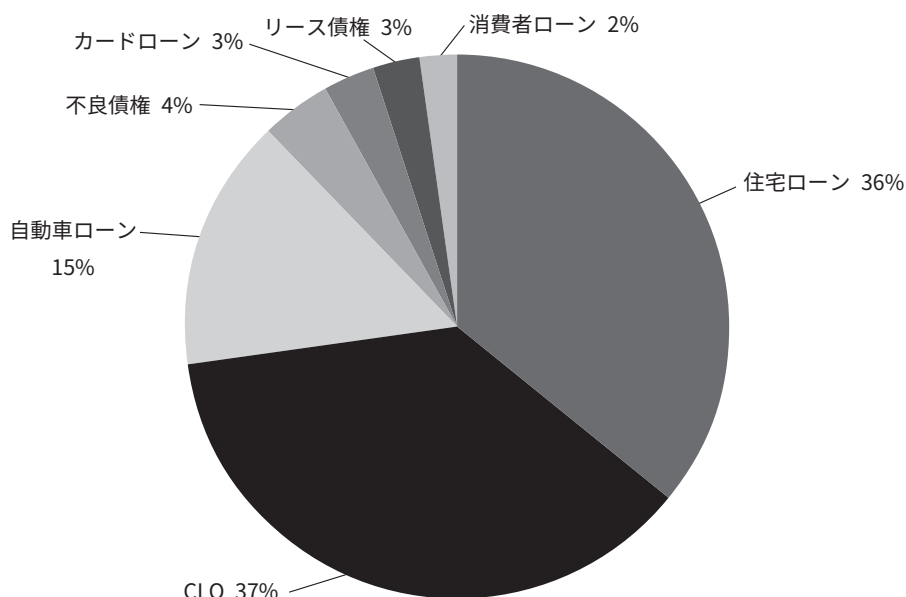
詳細は後述するが、CLOとABSはともに特別目的会社（Special Purpose Vehicle: SPV）を通じて証券化を行うが、ABSは他国でも一般的である形式である自社の子会社形式で設立するSPVを通じて証券化を行うが、CLOは銀監会が設立するSPVを通して証券化を行う。これには色々な理由があると推察されるが、そのひとつには、不良債権処理政策のもとに政府が設立した不良債権資産管理会社も、不良債権を裏付け資産とした証券化も行っていることもあるだろう。

## 第2節 貸出債権証券化（CLO）

2016年末を例にCLOについてみていくと、CLOはPBOC、銀監会の監督もと、銀行やファイナンスカンパニーがオリジネーターとなり、原資産を受託機関に信託を設定し、受託機関がSPVを通じて受益証券（CLO）を発行する。藤田（2014）によれば、2005年から2013年上半期までの期間で証券化を行った金融機関のうち最も多いのが中国開発銀行（全体の27.3%）で、それに続き中国工商银行（同17.8%）、中国建設銀行（同11.4%）などとなっている。

原資産についてみていくと（図表3）、住宅ローンが全体の36%と最も多く、その次に多いのがCLOとされている。すなわち再証券化である。それ以外では、自動車ローンが15%、不良債権が4%、カードローンが3%などとなっている。住宅ローンを担保資産とする証券化商

図表3 CLOの原債権内訳(2016末)



出所) 段(2017) ※段は中国国債登記決済公司からデータを取得

品、すなわち住宅ローン担保証券(Mortgage Backed Securities, 以下MBS)が最も発行額が大きいのは他国の証券化商品市場と同様である。なお投資家は保険会社を中心である。

しかし、中国のMBS市場は他国と比べて収益性が高いことが考えられる。すなわち、現在の中国における住宅ローン金利は8%を超えているケースが多く非常に高い。したがって、MBSの利回りも住宅ローン金利に近い水準であろうことから、昨今の資本市場においては魅力的な収益水準にあると考えられる。また、住宅価格そのものも急上昇を続けていることから、もし住宅ローンの返済が滞ることがあったとしても金融機関は担保である住宅を接収して売却すれば元本より多くの資金を回収できる可能性がある。そのため、発行体である金融機関の倒産などは起こり難くMBSに影響が出ることもないだろう。

一方で、中国の住宅金融市場では、住宅投棄を原因とするバブルが起こっていることにくわえ購入住宅の年収倍率も高く、年収の30倍以上の住宅ローンを組んでいる場合も珍しくない。これは、高い経済成長見通しと所得水準向上期待を背景に成り立つ倍率であり、今後の成長に期待が高くない日本であれば5倍前後である。しかし、このような住宅ローン融資は金融機関にとっては本来的にはリスクが大きく、住宅ローンが長期貸し出しであることから長期にわたる信用リスクを抱えることとなる。前段のようなリスク緩和要因があったとしても、リスクはどのような形で顕在化するのは、顕在化するまで分からない。そこで、金融機関のMBS発行のインセンティブの強まりと、投資家のMBS投資に対するインセンティブがマッチしてこ



のような CLO 市場が形成されていると考えられる。

なお、もう 1 点着目されるのは、原資産に CLO が多いという点、つまり再証券化が活発に行われているという点である。中国では、証券化開始後に早くから再証券化が行われていた。その要因は金融機関によりそれぞれであるが、再証券化商品を過度に複雑化し投資家に実態の把握を困難にさせることなどから一般的にはリスクを高めるものとされている。これは、リーマンショックが深刻化する過程で各金融機関が得た教訓であったが、中国では（中国に限ったことではないが）そのようなリスクの顕在化した過去を持つ再証券化が大規模に行われている点は懸念事項と言えよう。ただし、再証券化商品の発行額は 2015 年以降減少傾向にあり、中国の経済成長率が大きく後退しないのであれば大きな問題とはならずリスクは漸減していくと考えられる。

また、不良債権も一定程度証券化されている。これは、不良債権が銀行のバランスシート上にあると新規の資金調達の際に不利となるため、証券化して投資家へ売却することを進めた結果と考えられる。先にも述べたが、中国では 2015 年前後から経済成長速度の減速がみられるようになっており、その過程で国有企業を中心に不良債権が累積している。2017 年に銀監会が発表した公式データでは、中国の不良債権比率は 2% 未満（1 兆 6700 億元）と低い数値となっているが、これは不良債権の証券化が行われていることが比率を低くしている理由のひとつであろう<sup>5)</sup>。

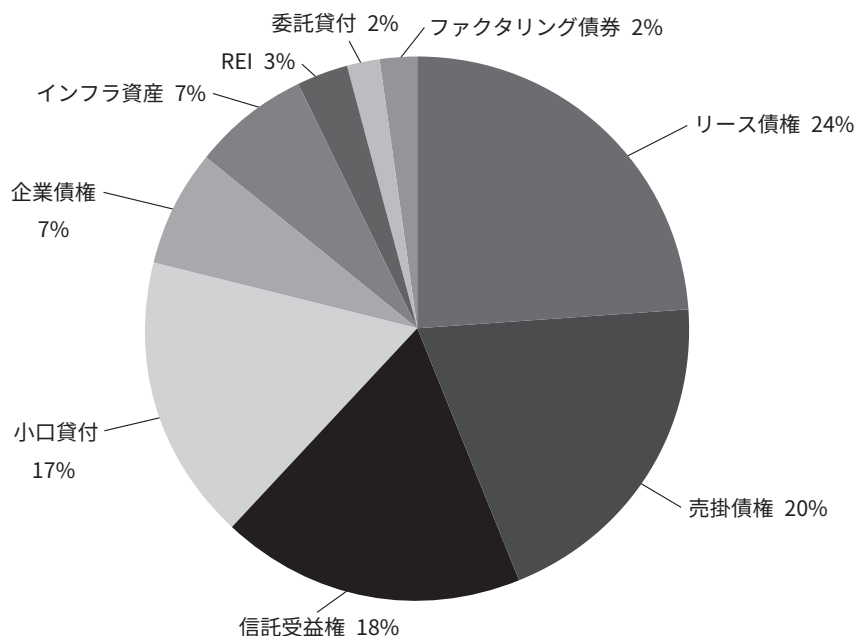
なお、CLO を発行する際には倒産隔離等の目的で、他国の証券化スキーム同様に特別目的主体（Special Purpose Vehicle, 以下 SPV）を設立して行う。中国の CLO の場合は発行体毎に独自の SPV を設立するのではなく、銀監会が設立する SPV に特別目的信託を行って証券化商品の発行を行う形式となっている。なお、取引は銀行間債券市場で行われ、主な投資家は機関投資家である。

### 第 3 節 企業資産証券化（ABS）

ABS についても 2016 年末を例に見ていく。ABS は証監会の監督のもと、おもに事業会社が発行している。おもな裏付け資産は、リース債権が全体の 24% と最も多く、それに続き売掛債権が 20%、信託受益権が 18%、中小企業または個人向け融資債権と推察される小口貸付債権が 17%、企業債券が 7%、インフラ資産が 7% などとなっている（図表 4）<sup>6)</sup>。主な投資家は国内を中心とする商業銀行、証券会社、保険会社などの機関投資家であるが、理財商品に組み込むことを目的に銀行理財などが購入することも近年では多くなっている。

5) 中国政府の発表する不良債権比率の数値については正確性が疑問視されていることにくわえ、シャドーバンキングや銀行理財などと呼ばれる簿外債務が実際には多額に累積しており、これらのうちにも不良債権化している債権があると考えられる。そのため、中国の不良債権比率が本当に 2% 以下であるのか否かについては不明である。

図表4 ABSの原債権内訳(2016末)



出所) 段(2017) ※段は中国国債登記決済公司からデータを取得

また、ABSを発行する際にもSPVが設立される。ただし、CLOのように政府が支援して設立されたSPVを使うのではなく、ABSの場合は発行体が設立する「資産支持専門計画」となる。これは、証券化スキームで用いる一般的なSPVまたは特別目的会社(Special Purpose Companies, 以下SPC)と類似のものである。

なお、証券化商品の発行と取引は主に上海と深圳にある証券取引所プラットフォームや、証券会社店頭市場などで行われる<sup>7)</sup>。主な投資家は先述のように機関投資家であるが、ABSの場合は一定の基準を満たし適格投資家として政府から認定を受けた法人企業などもこれに投資を行っている。さらに、銀行の理財商品に組み込むために銀行理財がABSを購入することもある。この点は、理財商品の発行残高や商品内容の不透明さを増幅させることなどの批判もある。そのような背景もあり、2014年12月に証監会は資産証券化業務における証券化不適格原債権(ネガティブリスト)明確化を行ったが、これによりむしろ原資産対象が広がったこともあり、ABSの発行額は図表5に示されるように、これ以降になり急速に増加することとなった<sup>8)</sup>。

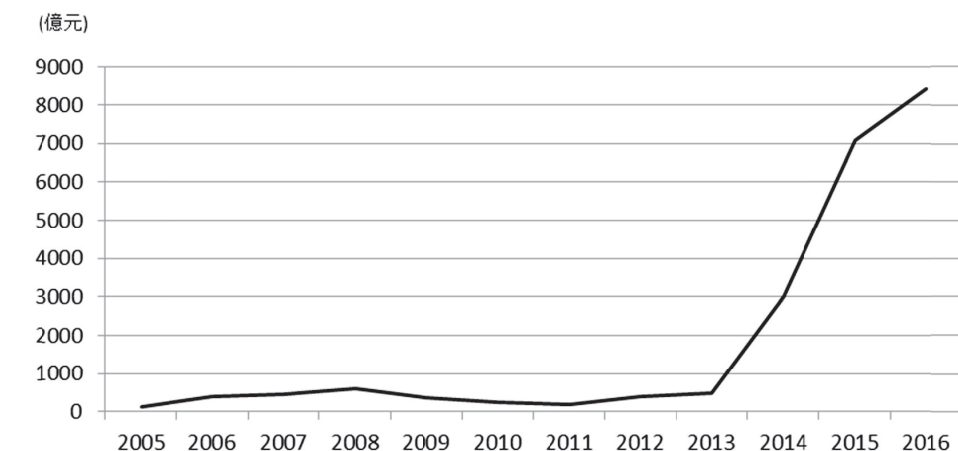
✓ 6) 2005年から2006年にかけて、中国でABS発行が活発化した時期があった。この時に証券化された資産には、テーマパークのチケット収入、高速道路の料金収入、ネットワーク機器のリース債権、設備機器のリース債権、公共料金収入、インフラ工事業業などがあった(藤田(2014)110頁)。

7) プラットフォームは200人未満であるが、資産100万元以上保有している法人のみ利用可とされている。

8) ABS発行額急増の背景には、証券化を承認制から届け出制に変更したことも要因として大きいと考えられる。



図表 5 ABS 発行残高推移



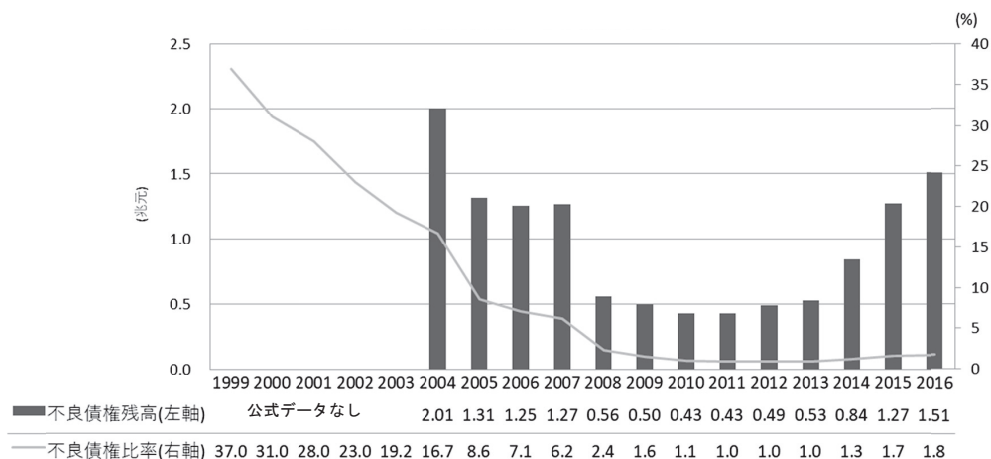
出所) WIND

### 第3章 中国における不良債権処理問題と資産証券化市場

#### 第1節 不良債権問題の実態

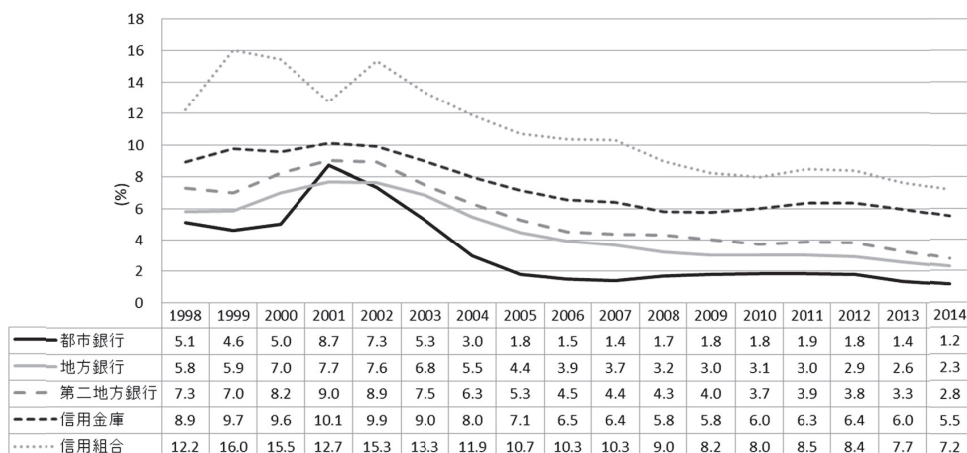
2000 年前後から、中国では不良債権処理が課題となっていた。銀监会による統計データより確認すると、1999 年時点における不良債権比率は 37% と非常に高い比率であった (図表 6)。これは、日本でバブル崩壊後に不良債権比率が高まった 2000 年前後と比較しても著しく高い比率となっている。例えば、日本の都市銀行では 2001 年に不良債権比率が最高値となったが、それでも 8.1% であった。また財務基盤が比較的脆弱な信用組合であっても、1999 年に記録した 16% が最高であった。

図表 6 不良債権額と不良債権比率



出所) 中国銀行業監督管理委員会

図表 7 日本の不良債権比率



出所) 金融庁

なお、中国はこのような不良債権問題に対し、後述するように政府による不良債権の買い取りや、不良債権の証券化、そして企業債務の株式化などの政策を打ち出し対応に当たり、2016年現時点では2%弱にまで低下させることに成功している。

ただし、2014年からは再び不良債権比率が高まりつつある。とりわけ、この時期までの中国経済の急成長のもとにおける企業債務の膨張で、不良債権比率はわずかな上昇にとどまっているものの不良債権残高は急上昇している。2016年時点では1.5兆円を超える不良債権額が累積しており、さらに2017年6月には中国4大国有銀行だけで7,673億元（約12兆円）の不良債権を抱えていることが判明<sup>9)</sup>、不良債権問題処理にはまだ時間と努力が必要であろう。

ところで、そもそも中国ではなぜ不良債権が増加したのか。これについては、リーマンショック後の景気対策として中国政府が打ち出した4兆円の財政政策との関連がある。中国では、リーマンショックを発端とする世界的な金融危機の波及により中国においても実体経済が受ける悪影響を緩和させるべく、大規模な財政政策を打ち出した。このような政策的な需要と供給の急拡大は、金融危機下の中国経済を支えた一方で、不要なプロジェクトの乱立や、金融機関の審査基準の大幅な緩和や過剰融資などを生むこととなった。

さらに、このような自然発生したわけではない資金需要への資金供給は、いう間でもなく不良債権化した。とくに地方政府や地方企業に返済不能な債務が増加し、融資元の金融機関には不良債権が累積した。そしてこのような金融機関の経営問題にも発展しかねない大きなリスクとなった。このように中国では、金融危機対策として行った財政政策に端を発する不良債権問

9) 日本経済新聞 2017年8月31日電子版記事「中国四大銀、不良債権比率5年ぶり低下直接償却進む」より(2017年8月31日アクセス)。

題を処理することが、中国政府にとって大きな課題となったのである。

このような状況下、中国では不良債権問題対策として、次に見るような不良債権の証券化、不良債権の株式化、不良債権買取りを進め処理に当たっている。

## 第2節 証券化による不良債権処理

中国における不良債権処理政策としては、資産管理会社（Asset Management Companies, 以下 AMC）による不良債権の買取り、不良債権の証券化（ABS）、不良債権株式化（Debt Equity Swap, 以下 DES）が挙げられる。中国ではリーマンショック前にも不良債権を原資とした ABS 発行による不良債権処理が行われているが、2016 年 2 月には「工業の安定成長、構造調整、効率向上に対する金融支援に関する若干の意見」を発表し、これにおいて不良債権を証券化することにより対処することを推奨した。

2016 年段階では、不良債権を原資産とする ABS（以下、不良債権 ABS）の発行は全ての銀行に認められているわけではない。2017 年初時点においては、中国銀行、中国工商银行、中国交通銀行、中国建設銀行、中国農業銀行、招商銀行の 6 行のみが発行を認められており、また発行額も各行 500 億元までと制限されている<sup>10)</sup>。

ただし、ここで注意しなければならないことは、不良債権を証券化することで不良債権が消滅するわけではないということである。つまり、不良債権を証券化する場合、債券は SPV 等に移転（売却）するため銀行本体のバランスシートからは切り離され、原債権を保有している金融機関は不良債権をオフバランスにすることができる。これにより、銀行のバランスシートの状況は改善されるが、しかし現債権の価値と同額で不良債権 ABS が投資家に売却することが出来るわけではないのである。実際、2016 年 5 月に中国銀行が発行した不良債権を担保とする ABS においては、担保債権が 12.54 億元であったのに対し担保債権回収予想額は 4.22 億元であった<sup>11)</sup>。また同時期に招商銀行も発行しているが、この場合も 20.98 億元の原資産に対し 2.97 億元の回収予想となっている<sup>12)</sup>。したがって、不良債権 ABS の発行は銀行のバランスシートに滞留する不良債権をオフバランスにすることでバランスシート内容の改善を進めることはできるものの、一方で銀行においては損失確定をすることになり収益は圧迫されることになるのである。

なお、不良債権処理の方法として、中国では ABS 発行以外にも DES が行われている。これは証券化とは直接関係するものではないため、本稿での詳述は控える。概要を説明すると、これは最近になり用いられることとなったものではなく 1999 年にも企業の過剰債務問題や銀行の

10) 2017 年 4 月に、一部の中堅銀行に不良債権を原資産とする ABS 発行を認める方針を政府が検討中との報道があったが（ロイター電子版）、2017 年時点では正式な発表はなされていない。

11) 中田（2016）より。

12) 同上。

不良債権処理が行われた際に実施された手法である<sup>13)</sup>。

三浦・玉井(2017)の整理に従えば次のような経緯である。この時期の中国では、改革開放による経済の市場化政策のもと、規制緩和や経済構造改革を受けて景気が過熱し国有企業に多額の債務が発生した。しかし、景気過熱を抑えるために政府が行った金融引き締めの結果、国有企業の収益は落ち込み借入の不良債権化も生じた。その比率は推計約39%と非常に高いものであった。特に、多くの国有企業は4大国有銀行からの借入を主な資金調達手段としていたため、企業部門の不振が国内金融システムを脅かす状況に陥った。

そこで、1999年4月に銀行の不良債権処理を目的とするAMCが設立されることとなった。具体的には、長城、信達、華融、東方の4社であった。なお、これらは設立当時においては、株式化実施にかかる資金は財政資金を用いることや、実施の認可を国務院から取得することが義務付けられるなど、強い政府指導下にあった。しかし、その後は政府の指導から離れ株式会社となっている。また、これらAMCは事業自体も不良資産処理だけでなく事業再生などを手掛けるなど金融業務を多角的に取り扱うようになっている<sup>14)</sup>。

なお、2013年になり銀监会は地方政府による地方政府版AMCの設立を許可した。これにより、現在では30社近いAMCが設立されている。そして、同年7月に発表された「債権の株式転換実施に関する若干の問題に関する意見書(关于实施债权转股权若干问题的意见)」に基づく政府の指導のもとで、AMCが問題への対処に当たり、2005年には10%程度にまで低下させることに成功した<sup>15)</sup>。

近年のDESは、2016年10月に公表された「市場性銀行債権の株式転換に関する指導意見書(关于市场化银行债权转股权的指导意见)」に基づき行われている。1999年から行われたDESと異なる部分が大きいが、特筆すべきはDESの実施に当たっては、AMCだけでなく保険会社や国有企業など多様な主体の参加を促していることである。これは、法律名にも含まれているように市場メカニズムの中でDESを行うことを前提とした方針に沿うものである。当然、必要な資金もDES実施主体みずからが調達することとなっている。さらに、実施に当たっても政府はあくまでDES実施の環境整備を行うのみとし、国務院による認可は必要のない仕組みとなっている。

---

13) DESは、日本においても1990年代から2000年代に行われた不良債権処理の過程で用いられた手法であり中国特有というわけではない。ただし、中国のDESはその規模が日本や他国でのそれと比べ著しく大規模であることは特筆すべきことである。

14) 神宮(2016)より。

15) 三浦・玉井(2017)より。

## おわりに

ここまで、中国における資産証券化について、歴史的変遷から最近の不良債権処理との関連で証券化が行われている点についても検討してきた。

中国は上海や香港を中心に金融において先進諸国と肩を並べるか、またはそれ以上の規模を誇っている。しかし、革新的な金融技術でもある資産証券化に関しては導入が遅かった。このことが、幸いリーマンショックの時期に生じた証券化商品市場の停滞に巻き込まれずに済んだ要因であった。また、リーマンショック以前までは証券化のリスクが顕在化したこともなかったため、実際にリスクがどのように現実のものとなるのかについて、各国の金融監督機関や国際金融規制機関<sup>16)</sup>は事前に想定できなかった。そのため、リーマンショックの渦中では金融機関や金融監督当局は大きな損失を計上することとなった。この点に関しても、中国の金融機関や監督当局においては支払う代償は大きなものではなかった。この点は幸運だったと言えるだろう。

しかしながら、本稿の後半でも指摘したように、中国経済において懸念される問題のひとつである不良債権処理問題において、不良債権を証券化することにより処理の進展を図ろうとの動きがある。そして、このような不良債権 ABS 発行は、現在は 6 大銀行のみに認められているが、今後は中小銀行にも認可させる可能性がある。中国において、特に地方国有企業の経営問題が深刻化するなかで、それらに融資を行っている地方の中小銀行が不良債権 ABS 発行を認められた場合、発行が急増する可能性もあるだろう。しかし、それら ABS はあくまで不良債権が原資産であり、バルクセールで安く購入した不良債権の束を低価格で金融商品にしたものであっても債権回収が予想に反して進まない状態となれば不良債権 ABS そのものもデフォルトする可能性も出てくる。また、現時点では注視されてはいないが、不良債権と優良債権が混在する ABS の発行などが行われるようになると、アメリカで生じた証券化商品市場を発端とする金融市場の混乱も生じる可能性がある。したがって、中国政府は不良債権処理の過程で不良債権 ABS 発行の裾野を広げるにあたっても、リスク管理の徹底と裏付け資産内容の透明化はより積極的に進めるべきだろう。

---

16) 国際通貨基金 (IMF)、国際決済銀行 (BIS)、証券監督者国際機構 (IOSCO) など。

### 参考文献

- 神宮健 (2016), 「加速する中国の不良債権処理」, 『中国金融市場』, 2016 年 9 月号, 野村総合研究所, 2016 年 9 月。
- 宋良也 (2016), 「急成長している中国の資産証券化市場」, 『野村資本市場クォーターリー』 2016 年秋号, 野村資本市場研究所, 2016 年 10 月。
- 段文木 (2017), 「中国における資産証券化市場の発展」, 『三菱 UFJ 信託資産運用情報』 2017 年 3 月号, 三菱 UFJ 信託銀行, 2017 年 3 月。
- 中田理恵 (2016), 「中国不良債権問題の現状と解決への課題」, 『金融資本市場』, 2016 年 5 月号, 大和総研, 2016 年 5 月。
- 藤田哲雄 (2014), 「中国における資産証券化市場の再開と今後の課題」, 『環太平洋ビジネス情報 RIM』 No.14 No.53, 日本総研, 2014 年 11 月。
- 三浦祐介・玉井芳野 (2017), 「中国で再び関心が高まる DES「債務の株式への転換」によるデジバレッジの展望」, 『みずほインサイト アジア』, 2017 年 3 月, みずほ総合研究所。

### Web サイト

- ロイター電子版記事, “中国, 不良債権の証券化を中堅銀行にも認める方針 = 上海証券報”, 2017 年 4 月 19 日付記事, 2017 年 4 月 29 日アクセス,  
(<https://jp.reuters.com/article/china-banks-abs-idJPKBN17L0F2>)。
- Moody's ホームページ記事, “Announcement: Moody's China's NPL securitization market shows solid performance so far.”, 2017 年 8 月 15 日付記事, 2017 年 8 月 15 日アクセス,  
([https://www.moodys.com/research/Moodys-Chinas-NPL-securitization-market-shows-solid-performance-so-far-PR\\_371247](https://www.moodys.com/research/Moodys-Chinas-NPL-securitization-market-shows-solid-performance-so-far-PR_371247))。

### その他

- Suguru Yanata and Xu Wang (2017), “International Comparison of Regulator's resolution on Non-Performing Loan”, (和歌山大学経済学部・山東大学経済学院国際共同研究会報告), 2017 年 12 月 5 日, 山東大学 (中国)。



## New Development of Securitization Markets in China

Suguru YANATA

### Abstract

Recently, securitization markets are developing in China based on the strong support and directive of the Chinese government. Securitization of financial assets and markets mainly in the US and Europe were strongly damaged due to the collapse of Lehman Brothers. In other words, securitization of high-risk financial assets and abuse of securitization were major causes of actualized financial risks. After that, many financial institutions became cautious on securitization and regulators, for instance financial authorities and central banks in each country and international regulatory bodies like the World Bank and the Bank for International Settlement enhanced regulations.

In China, government and governmental bodies regulate strongly with reference to past cases in US and Europe, and markets are developing safely now. But in recent years, the amounts of securitized securities of nonperforming loans are increasing rapidly. Regulators and investors to Chinese financial assets will need to be cautious regarding this situation.